

米2年債ショート膨張、過熱調整の余地 20年ぶり高水準、金利低下と長短金利差の修正焦点

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/10/26 (水)

米国債市場では短期2年債金利の上昇を受けて、先物市場ではショート・ポジションが膨張過熱となっている（売り持ち、債券価格は下落で金利は上昇方向を見越す）。シカゴ商品取引所（CBOT）の投機的な米2年債ポジションでは、ロング+ショートの合計に占めるショート比率が2002年以来20年ぶりの高水準となってきた。目先はFRBの利上げペース減速思惑や足元のインフレ高騰一服などもあって、2年債金利の急上昇一服や、短期優位となっている長短金利差の修正、連動した過度な景気後退不安の緩和などが注目される。

利上げペース減速、短期債金利の上昇ピッチ制御

「米国経済は10-12月にマイナス成長となるリスクが高まっている一方で、インフレ圧力は根強く高いという経済状況を表している」、「しかし、需要鈍化が、全体的なインフレ率の鈍化につながりつつあるという明確な兆しがある」――。

米S&Pグローバルのチーフ・エコノミストは24日、同社公表による米10月PMIに関してこのような解説を行っている。製造業は49.9と前月の52.0から低下し、2020年6月以来、28カ月ぶりに活動拡大と縮小の節目である50を割り込んできた。FRBによる大幅な連続利上げの効果が表出しつつあり、12月FOMC以降の利上げペース減速の期待感を一段と高めている。

その中で8月以降、政策金利FF（翌日物）の引き上げ加速観測に連動して急上昇してきた短期2年債金利は、21日の4.63%前後を直近最高として上げ渋りとなってきた。短期的にはスピード調整やポジション調整による金利の上げ渋りや、一定程度の金利低下余地が注目されやすい（債券価格は反発）。

米国では短期政策金利の引き上げ加速に対し、長期金利は先行きの引き締め効果などによる景気悪化が懸念され、相対比較で長期金利は上昇度合いが抑制されてきた。結果、長短金利差は縮小と短期債優位の逆転が加速。そうした逆転現象（逆イールド）が、それ自体の景気冷却効果もあって先行きの景気後退不安を高めている。

その点で短期2年債金利の急上昇一服は、利上げペースの減速期待や一定の景気悪化の織り込み進捗などとあいまって、長短金利差の縮小一服につながる余地がある。過度な景気後退不安の緩和のほか、米国株や日本株の反発要因、ドルの上昇ペース鈍化や調整ドル安の要因として注目されやすい。利ざやの改善は、日米ともに金融株のサポート材料となり得る。

米2年債金利の上昇一服を支援する要因としては、ポジション面での偏り過熱がある。シカゴ商品取引所の投機的な米2年債ポジションでは、債券価格の下落方向、金利は上昇方向を見越したショート・ポジションが急膨張となってきた（売り持ち、CBOT、非商業部門）。最新10月18日週は-33万5512枚のネット・ショートとなり、9月13日週の-35万8181枚を直近最高とした高止まりが持続。2021年4月以来の高水準が維持されている。

1993年以降のデータによると、ショート上限は-37万枚から-41万枚となってきた。短期的にはショート拡大余力の減退と金利上昇余地（債券価格は下落余地）の狭まり、ショート整理と金利低下の潜在余地が注視されやすい。

しかもロング+ショートの合計に占めるショート比率は10月18日週に76.9%となり、直近最低である7月19日週の55.1%以降は上昇と高止まりが続いている。9月6日の82.2%が最高となる形で、2002年以来20年ぶり高水準での膨張過熱となった状態だ。

仕入価格、現状高位と予想下方の角度修正

過去にも2年債のショートが膨張過熱となったあとは、ポジション調整的なショート整理が2年債金利の上げ渋りや低下につながっている。追隨して10年債-2年債の長短金利差では、2年債の上振れ一服と金利差拡大方向への修正が遅行観測されてきた。具体的には2018-2019年、2009-2010年、2006-2007年といった例がある。

過去実績として米10年債-2年債といった長短金利差で、現在のような10年債金利の下振れや金利差縮小から、10年債金利が微妙に優位へと向かう局面では米国の銀行株が上昇トレンドに移行してきた。連動する形で為替相場のドル/円では、ドルが下支えされている。

背景としては、過度な景気後退懸念の緩和や、長短金利差の正常化と利ざや改善、それに伴う米国での金融機能や信用創造の修復、金融健全化による米国経済の持続的な成長支援などがある。

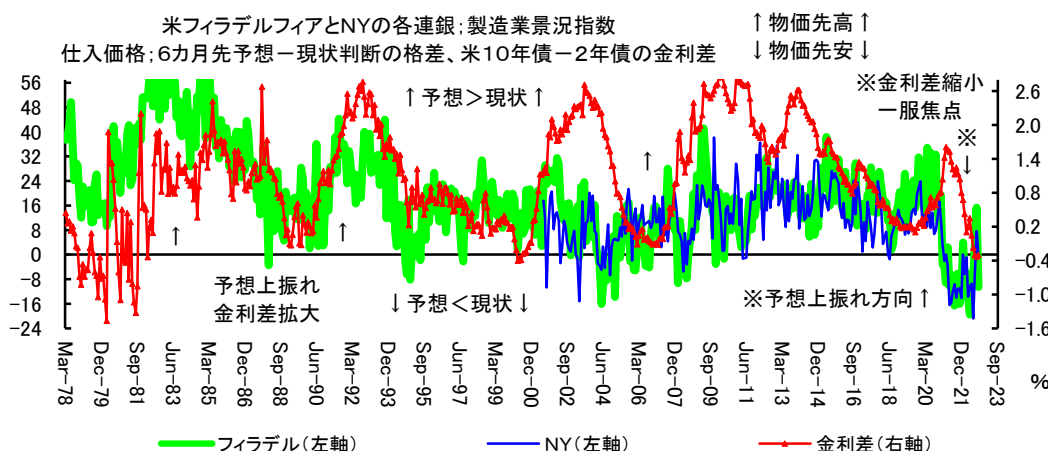
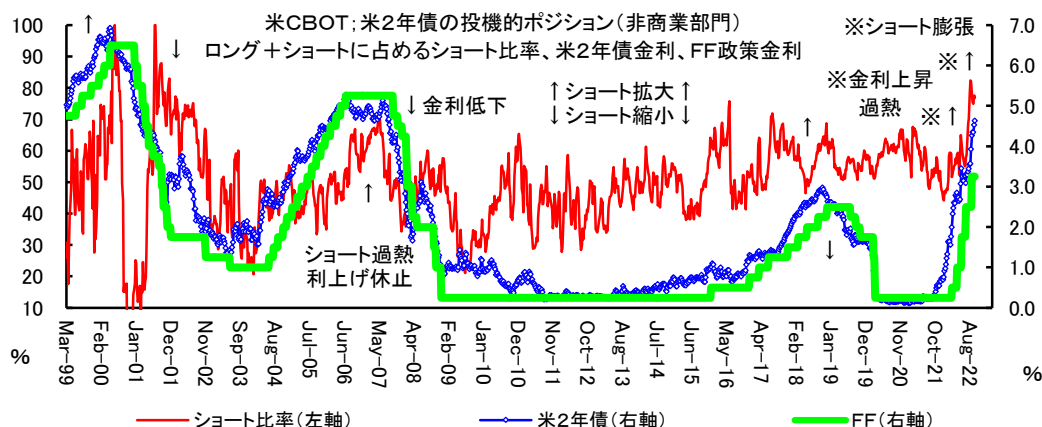
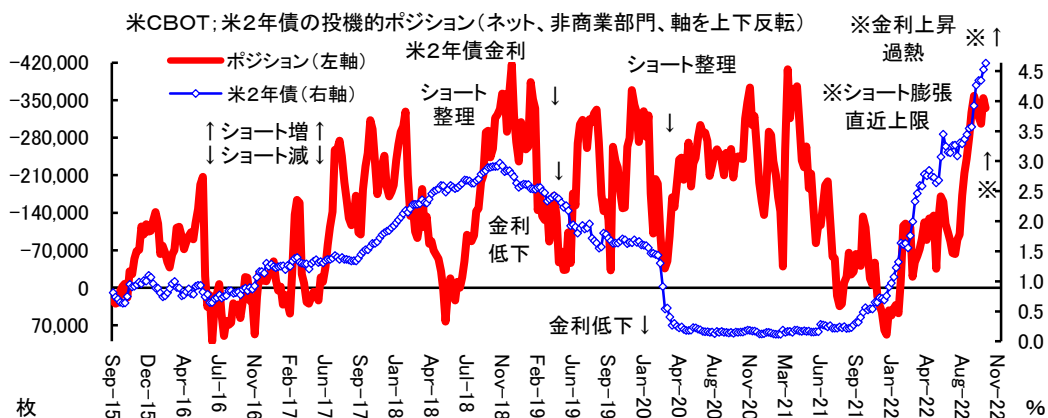
現在の長短金利差については、足元のインフレ高騰と先行きのインフレ鈍化観測という時間軸ギャップに伴う「短期金利の上振れと長期金利の下振れ」に修正の圧力が掛かり始めた。米NY連銀の製造業景況指数では、最新10月に仕入価格の現状判断と6カ月先予想が揃って48.6で並んでいる。

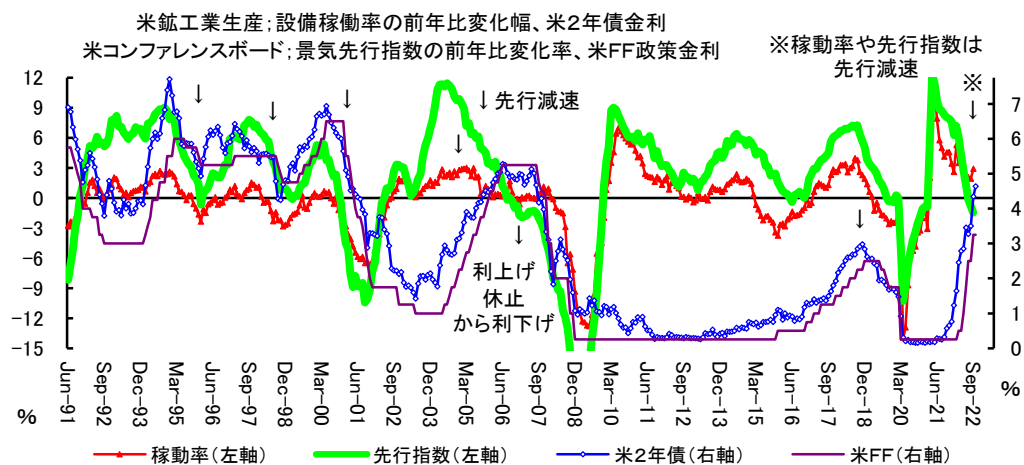
2021年4月以降は「6カ月先予想-現状判断」の格差で、予想の下方と現状の高位というマイナス傾

向が続いてきた（物価先安）。それが長短金利差縮小の一因となっている。しかし、足元では物価見通しの先行き形状がフラット化から予想上振れの上向き方向に向かい始めており、連動する形で長短金利差は微妙な開きが注目される。

また、5月以降の長短金利差では、FRBの利上げペース加速と2年債金利の急上昇が短期金利の相対上振れを助長させてきた（金利差は縮小）。その点で先行きの利上げペース減速と、連動した2年債金利の

急上昇鈍化につながる要因としては、米経済指標での「先行指標の先行減速」がある。最近では9月の鉱工業生産・設備稼働率や、コンファレンスボードの景気先行指数が、トレンドを示す前年比ベースで低下基調に転換し始めた。過去実績として半年から1年前後のタイムラグを経て、利上げ休止や利下げへと移行してきた関連実績を有している。同時に長短金利差での短期金利上振れの修正につながりやすい。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。